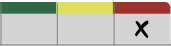


# Renteprognosen nedjusteret til mere bekymrede centralbanker

- Vi har nedjusteret renteprognosen, så den afspejler mere bekymrede signaler fra Fed og ECB.
- Vi venter højere renter i år, men stigningspotentialer vurderes at være begrænset, og renter ventes at falde i 2020 pga. recession i USA.
- Vi har udvidet renteprognosen med 3- og 10-årige rentetilpasningslån.

Risikomærkning	
Kompleks	X
Ikke-kompleks	

Se venligst de sidste sider for forklaring.

## Mere bekymrede signaler fra Fed og ECB

De lange renter i Europa er faldet 10bp siden renteprognosen i januar, da europæiske økonomiske data er fortsat med at skuffe, og ECB ved januar-mødet signalerede større bekymring ved at nedjustere de økonomiske udsigter til at være på nedsiden. Korte renter i EUR har handlet mere stabilt, mens DKK-EUR rentespænd er indsnævret marginalt, hvorved danske renter er faldet lidt mere end tilsvarende i EUR.

Trods store udsving er USD-renter nogenlunde på niveauerne fra starten af januar, mens aktieindeks er betydeligt højere. Dermed har der været en dekobling mellem aktie- og rentemarkederne i januar. De moderate ændringer i USD-renterne skyldes bl.a., at den amerikanske centralbank Fed også er blevet mere bekymret for vækstudsigterne, hvilket gav anledning til et relativt dueagtigt Fed-møde i slutningen af januar med efterfølgende rentefald. Omvendt viste jobrapporten og ISM for produktionsvirksomheder i januar fortsat stor fremgang i den amerikanske økonomi, hvilket sammen med stigende oliepris vil være med til at give et inflationspres, som Fed kan blive nødsaget til at reagere på.

Samlet er både Fed og ECB dog i stigende grad blevet mere bekymret for handelskrigen mellem USA og Kina, Brexit og generelt usikkerhed om økonomiernes tilstand. Derfor har vi ændret prognoserne for Fed og ECB, så vi ikke længere venter, at Fed hæver renten i marts. Vi fastholder dog forventningen om en renteforhøjelse i juni, hvorefter Fed ventes at holde renten uændret i resten af 2019, da vi venter, at væksten begynder at aftage i 2. halvår af 2019. I 2020 venter vi rentenedsættelser på i alt 100bp, når USA kommer i en mild recession. Vi har samtidig skubbet vores forventning til timingen af den første renteforhøjelse fra ECB til december (fra september), da den markante vækstafmatning i Eurozonen betyder, at den ventede bedring i det underliggende inflationsbillede trækker ud. Vi venter ikke renteændringer fra ECB i 2020. Læs mere i analysen [her](#).

Nationalbanken ventes stadig at hæve renten med 10bp i 1. kvartal, hvilket dog er blevet mere usikkert, da Nationalbanken kun intervererede for 1,9 mia. kr. i januar, og EUR/DKK er faldet gennem januar. Vi har desuden udvidet renteprognosen med 3- og 10-årige rentetilpasningslån, hvor der også ventes moderate rentestigninger.

### Research, Jyske Markets

Rente- og valutastrateg,  
 Morten Hassing Povlsen  
 +45 89 89 71 08  
 mhp@jyskebank.dk

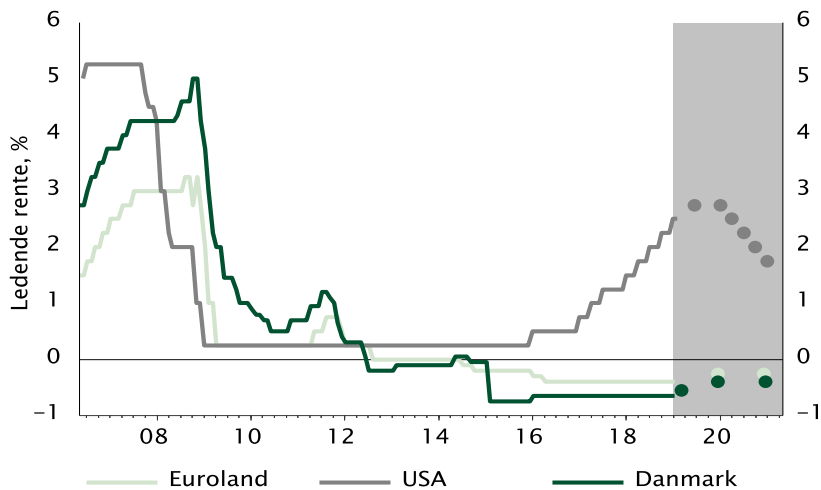
Valuta-, rente- og oliestrateg,  
 Jan Bylov  
 +45 89 89 71 68  
 jan.bylov@jyskebank.dk

Analytikerassistent,  
 Asger Normann Kristiansen  
 +45 89 89 71 68  
 asger.normann.kristiansen@jyskebank.dk

### Vigtig investorinformation:

Se materialets sidste sider.

**Figur 1:**  
 Jyske Banks forventninger til Fed, ECB og Nationalbanken



Kilde: Thomson Reuters Datastream

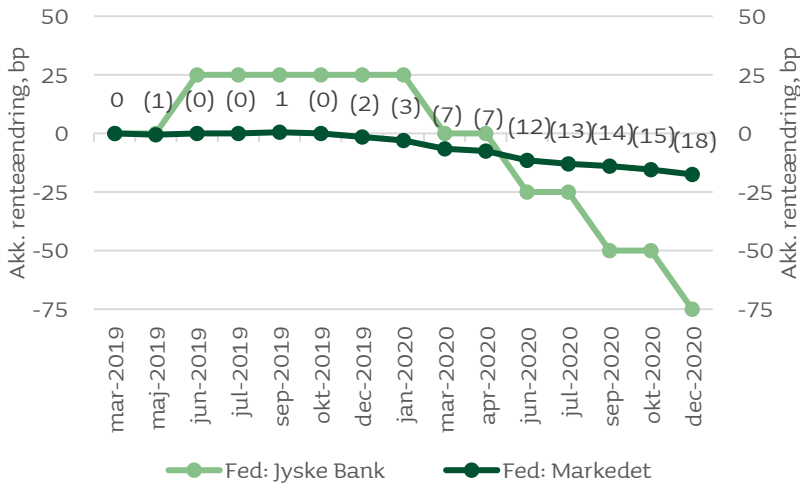
## Fed holder en pause i renteforhøjelserne

USD-renter er tæt på niveauerne fra starten af januar, mens aktieindeks er steget betydeligt i den samme periode. Dermed har der været en dekobling mellem aktie- og rentemarkederne i januar. De moderate ændringer i USD-renter skyldes bl.a., at Fed er blevet mere bekymret for væksten i USA, selvom økonomiske nøgletal indikerer fortsat fremgang.

Vækstbekymringerne kan få Fed til at moderere stramningerne af pengepolitikken, som blev åbnet op for ved Fed-mødet i slutningen af januar. Vi har derfor ændret prognosen for Fed, så vi ikke længere venter en renteforhøjelse i marts, mens vi fastholder, at renten hæves igen i juni. I 2. halvår ventes Fed at holde renten uændret, da økonomien begynder at vise svaghedstegn, som ender i en mild recession i 2020. Derfor ventes Fed at nedsætte renten med i alt 100bp i 2020. Markederne indpriser, at Fed vil holde renten uændret indtil slutningen af 2021, hvor der er indpriset en rentenedsættelse. Dermed er vores Fed-prognose mere aggressiv end markederne for 1. halvår i år, mens den er mere negativ især for 2020.

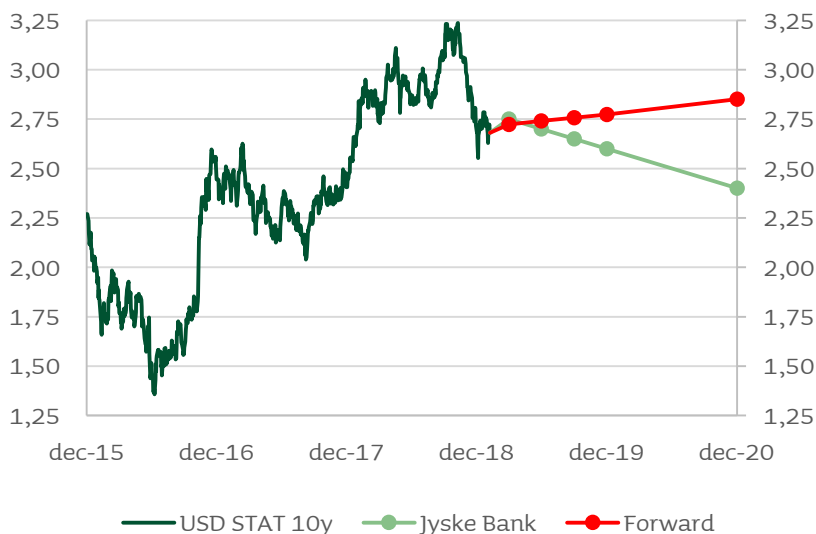
Vi venter også, at de lange USD-renter vil stige moderat i 1. halvår, men ikke i samme takt som i den korte ende af rentekurverne. På kort sigt kan USD-renter stige, hvis der kommer en forlængelse af våbenhvilen mellem USA og Kina i forbindelse med handelstridighederne. Alligevel vurderer vi, at den 10-årige statsrente vil have svært ved at stige over 3 % i denne omgang. Dette skyldes bl.a., at der har været meget stor interesse ved auktionerne over amerikanske statsobligationer i januar, hvilket efter vores vurdering begrænser stigningspotentialet i renterne. Rentestigningerne kan også begrænses af, hvis Fed signalerer et stop for balancereduktionen, som formentlig vil ske, før Fed nedsætter renten. Samlet venter vi yderligere fladning af USD-rentekurven i 1. halvår, mens rentekurven ventes at stejle, når Fed begynder at signalere en rentenedsættelse.

**Figur 2:**  
 Markederne indpriser ikke længere renteforhøjelser fra Fed



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

**Figur 3:**  
 10-årig amerikansk statsrente er tæt på at toppe ud



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

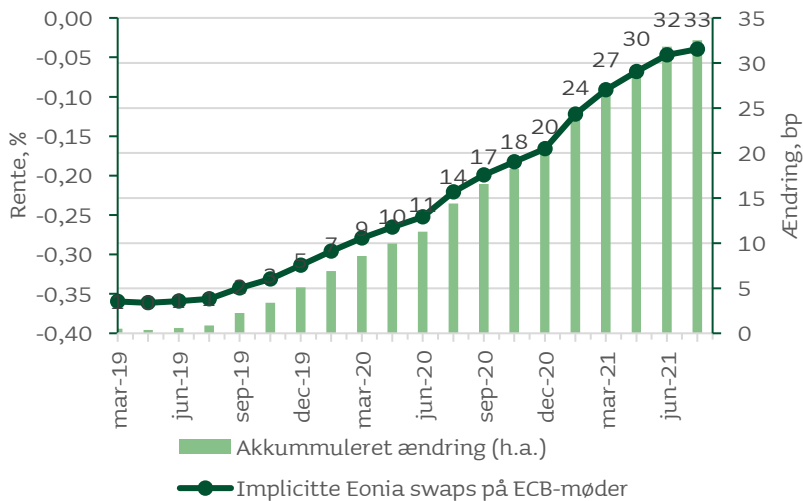
### ECB er blevet mere bekymret for vækstudsigterne

Lange renter i EUR faldet 10bp siden den seneste renteprognose i starten af januar. De korte renter er stort set uændret i samme periode. Rentefaldende skyldes bl.a., at økonomiske nøgletal er blevet svagere, og ECB er blevet mere bekymret for vækstudsigterne og nu ser risici på nedsiden for væksten.

Vi venter fortsat, at inflationen vil stige, men ikke så hurtigt som tidligere ventet. Derfor har vi skubbet forventningen om ECB's renteforhøjelse til december (fra september), hvilket også ventes at blive den eneste renteforhøjelse i prognoseperioden indtil ultimo 2020. Markederne indpriser, at ECB tidligst hæver renten i april 2020, dvs. lidt senere end vores forventning.

Markederne har fokus på en ny langfristet likviditetstildeling (TLTRO) fra ECB, som vi venter bliver annonceret i foråret. Dette ventes sammen med geninvesteringerne at fastholde en betydelig overskudslikviditet i EUR, som kun vil falde langsomt. Dette vil være med til at holde pengemarkedsrenter i EUR lave.

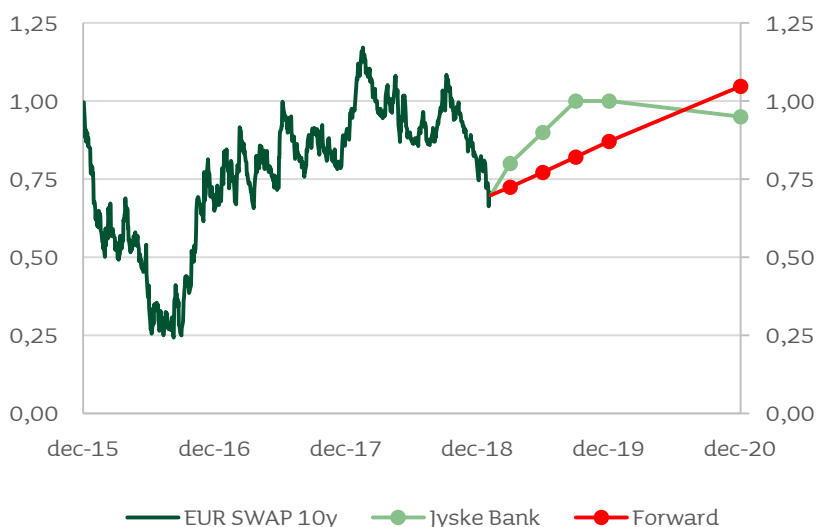
**Figur 4:**  
**ECB renteforhøjelse indpriset til medio 2020**



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

Vi venter, at de lange renter vil stige gradvist, og vil følge i samme retning som de lange USD-renter – dog med største udsving i USD-renterne. Dette betyder, at renter i EUR vil toppe ud i år, hvor USD-renter også ventes at toppe.

**Figur 5:**  
**Lange renter i EUR ventes at stige mere end priset i år, fald i 2020**



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

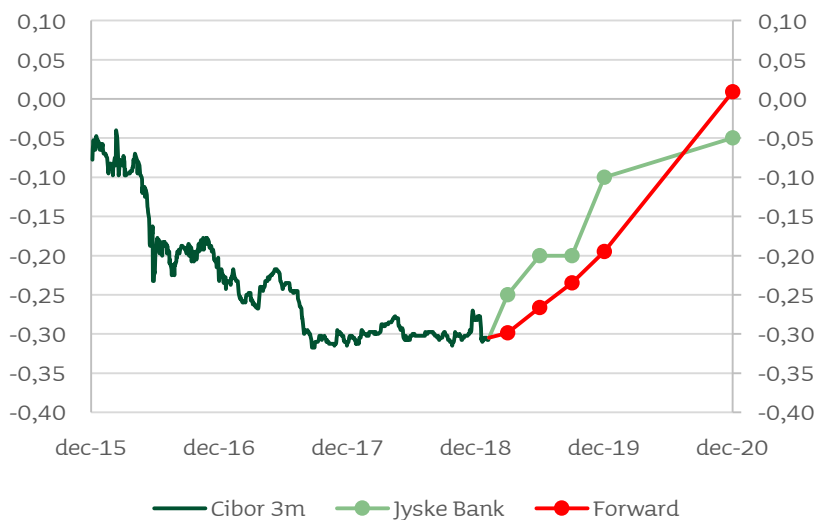
## Renteforhøjelse fra Nationalbanken i vente

Nationalbanken inter文enerede i januar med beskedne 1,9 mia. kr., hvilket er betydeligt lavere end i december, hvor der blev inter文eneret med 11,6 mia. kr. for at forsvare svækkelsen af kronen over for euroen. Interventionen skyldes, at EUR/DKK er steget til niveauer noget over centralpariteten på 7,46038, hvor Nationalbanken har vurderet, at det er nødvendigt at forsvare kronesvækkelsen.

Nationalbanken har altså i de seneste to måneder inter文eneret for i alt 13,5 mia. kr. Vi venter, at Nationalbanken vil hæve renten på indskudsbeviser med 10bp, hvis interventionerne fortsætter og den samlede intervention kommer op på ca. 20 mia. kr. En renteforhøjelse kan dermed blive en realitet i løbet af 1. kvartal. I december ventes Nationalbanken af følge med i samme takt, når ECB ventes at hæve renten med 15bp. Derefter venter vi ikke flere renteforhøjelser fra Nationalbanken i prognoseperioden. Markederne indpriser ikke fuldt ud en tidlig renteforhøjelse fra Nationalbanken.

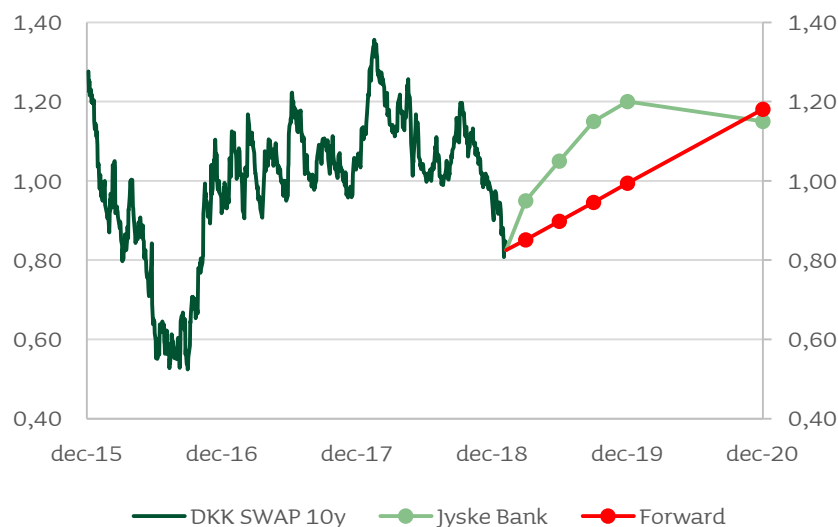
DKK-EUR rentespænd ventes at stige marginalt i takt med renteforhøjelsen fra Nationalbanken. Dette ventes at presse renter i DKK op i år, mens vi ser mulighed for rentefald i 2020 pga. Feds rentenedsættelser.

**Figur 6:**  
 3M Cibor ventes at stige lidt mere end indpriset i år



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

**Figur 7:**  
 10-årig swapprente ventes at stige mere end indpriset i år



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

## Prognosen udvidet med 3- og 10-årige rentetilpasningslån

Renter er faldet 2–6bp på danske realkreditlån i den seneste måned. Rentefaldene skyldes det generelle rentefald i EUR og DKK og specifikt investorers efterspørgsel efter obligationer med høj kreditvurdering. Sidstnævnte er også tilfældet ved de igangværende refinansieringsauktioner over danske realkreditlån, som forløber relativt stærkt.

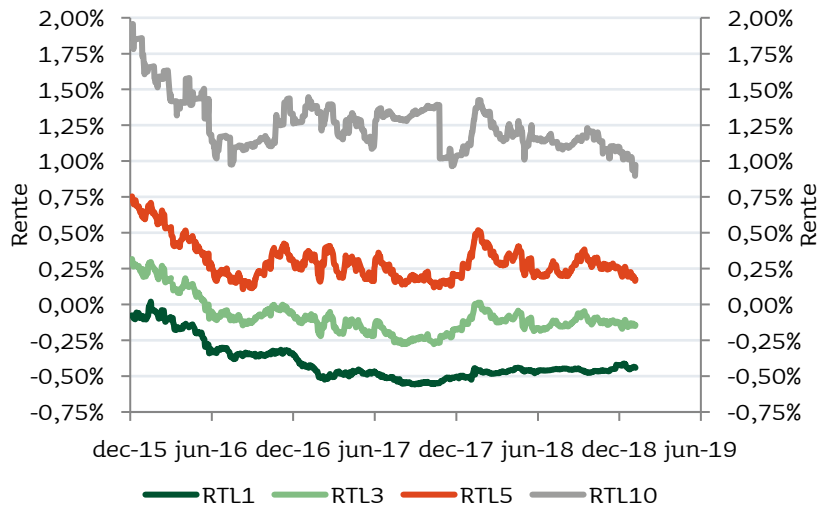
Bemærk desuden, at vi har udvidet renteprognosen med 3- og 10-årige rentetilpasningslån.

I det konverterbare segment er kursen steget yderligere på de 30-årige 2%’ere. Dermed er den åbne obligation med afdrag fortsat 1,5 % 2050.

I takt med de lavere USD-renter siden oktober sidste år er merrenten ved valutaafdækning af købte danske obligationer fra amerikanske investorer blevet noget mindre. Disse investorers efterspørgsel kan dog igen komme i spil, hvis USD-renter stiger i den kommende tid, hvilket vi venter.

Samlet venter vi venter gradvist stigende renter på danske realkreditobligationer, hvor stigningspotentialet vil være begrænset af fortsat stor efterspørgsel efter obligationer med høj kreditvurdering.

**Figur 8:**  
 RTL-renter tæt på de laveste niveauer i et år




Kilde: Jyske Bank


Jyske Bank Boligrenteprognose			
Rente, %	I dag	Pr. 1. apr.	Pr. 1. juli
RTL1	-0,22	-0,20	-0,20
RTL3	-0,07	-0,05	-0,05
RTL5	0,11	0,15	0,20
RTL10	0,79	0,85	0,95
Kurs på 30-årig fast rente (1,5 %) med afdrag	96,5	96,0	95,3

Jyske Bank renteprognose


**STATSRENTER**

 Danmark	Spot	Q1-19	Q2-19	Q3-19	Q4-19	Q4-20
Leading	-0,65	-0,55	-0,55	-0,55	-0,40	-0,40
Cibor 3m	-0,31	-0,25	-0,20	-0,20	-0,10	-0,05
Cibor 6m	-0,14	-0,10	-0,05	-0,05	0,05	0,10
STAT 2y	-0,56	-0,55	-0,55	-0,55	-0,45	-0,45
STAT 5y	-0,30	-0,25	-0,20	-0,15	-0,05	-0,10
STAT 10y	0,10	0,20	0,30	0,40	0,50	0,45
STAT 30y	0,58	0,65	0,70	0,75	0,80	0,75
STAT 5y - 2y	0,25	0,30	0,35	0,40	0,40	0,35
STAT 10y - 5y	0,40	0,45	0,50	0,55	0,55	0,55
STAT 30y - 10y	0,48	0,45	0,40	0,35	0,30	0,30


**SWAPRENTER**

 Danmark	Spot	Q1-19	Q2-19	Q3-19	Q4-19	Q4-20
Cibor 3m	-0,31	-0,25	-0,20	-0,20	-0,10	-0,05
Cibor 6m	-0,14	-0,10	-0,05	-0,05	0,05	0,10
SWAP 2y	-0,04	0,00	0,00	0,00	0,10	0,10
SWAP 5y	0,28	0,35	0,40	0,45	0,55	0,50
SWAP 10y	0,82	0,95	1,05	1,15	1,20	1,15
SWAP 30y	1,35	1,45	1,50	1,55	1,65	1,55
SWAP 5y - 2y	0,32	0,35	0,40	0,45	0,45	0,40
SWAP 10y - 5y	0,54	0,60	0,65	0,70	0,65	0,65
SWAP 30y - 10y	0,53	0,50	0,45	0,40	0,45	0,40


**STATSRENTER**

 EUROLAND	Spot	Q1-19	Q2-19	Q3-19	Q4-19	Q4-20
Leading	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,25	-0,25
Euribor 3m	-0,31	-0,30	-0,30	-0,30	-0,20	-0,15
Euribor 6m	-0,23	-0,20	-0,20	-0,20	-0,15	-0,10
STAT 2y	-0,57	-0,55	-0,55	-0,55	-0,50	-0,50
STAT 5y	-0,31	-0,25	-0,20	-0,15	-0,05	-0,10
STAT 10y	0,16	0,25	0,35	0,45	0,50	0,45
STAT 30y	0,76	0,85	0,95	1,05	1,15	1,05
STAT 5y - 2y	0,26	0,30	0,35	0,40	0,45	0,40
STAT 10y - 5y	0,47	0,50	0,55	0,60	0,55	0,55
STAT 30y - 10y	0,60	0,60	0,60	0,60	0,65	0,60

**SWAPRENTER**

 EUROLAND	Spot	Q1-19	Q2-19	Q3-19	Q4-19	Q4-20
Euribor 3m	-0,31	-0,30	-0,30	-0,30	-0,20	-0,15
Euribor 6m	-0,23	-0,20	-0,20	-0,20	-0,15	-0,10
SWAP 2y	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,10	-0,10
SWAP 5y	0,16	0,20	0,25	0,30	0,40	0,35
SWAP 10y	0,70	0,80	0,90	1,00	1,00	0,95
SWAP 30y	1,26	1,35	1,40	1,45	1,55	1,45
SWAP 5y - 2y	0,31	0,35	0,40	0,45	0,50	0,45
SWAP 10y - 5y	0,54	0,60	0,65	0,70	0,60	0,60
SWAP 30y - 10y	0,56	0,55	0,50	0,45	0,55	0,50

**STATSRENTER**

 USA	Spot	Q1-19	Q2-19	Q3-19	Q4-19	Q4-20
Leading	2,50	2,50	2,75	2,75	2,75	1,75
Libor 3m	2,73	2,75	2,85	2,85	2,70	1,90
STAT 2y	2,51	2,55	2,60	2,60	2,55	1,85
STAT 5y	2,49	2,55	2,55	2,55	2,55	2,15
STAT 10y	2,68	2,75	2,70	2,65	2,60	2,40
STAT 30y	3,01	3,10	3,05	3,00	2,95	2,75
STAT 5y - 2y	-0,01	0,00	-0,05	-0,05	0,00	0,30
STAT 10y - 5y	0,19	0,20	0,15	0,10	0,05	0,25
STAT 30y - 10y	0,33	0,35	0,35	0,35	0,35	0,35



## Vigtig Investorinformation

Jyske Bank (Vestergade 8-16, DK-8600 Silkeborg, CVR-nr. DK-17616617) er under tilsyn af Finanstilsynet.

Analysen er baseret på informationer, som Jyske Bank finder pålidelige, men Jyske Bank påtager sig ikke ansvar for disse informationer rigtighed eller for dispositioner foretaget på baggrund af analysens informationer eller vurderinger. Analysens vurderinger og anbefalinger kan ændres uden varsel. Analysen er til personligt brug for Jyske Banks kunder og må ikke kopieres. Hvis ikke andet er anført er kilden Jyske Bank.

Denne analyse er en investeringsanalyse.

### Interessekonflikter

Jyske Bank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og undgå interessekonflikter, og dermed sikre en objektiv udarbejdelse af analyser. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter analyseaktiviteterne i Jyske Markets, der er en forretningsenhed i Jyske Bank.

Herudover må analytikere i Jyske Bank ikke have positioner i de papirer, som de udarbejder analyser om. Dækker en analytiker ind for den ansvarlige analytiker ifbm. sygdom, forretninger o.l. så må denne ikke handle i det pågældende papir på dagen for publicering af analysen og dagen efter. Jyske Bank kan tillige have positioner i de papirer, der analyseres og vil ofte have et forretningsmæssigt forhold til de analyserede virksomheder eller udstedere af de analyserede papirer. Analytikerne modtager ikke betaling fra enheder med interesse i analysen.

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:

<https://jyskebank.com/m/da/products/investment/investinfo>

### Modeller

Jyske Bank anvender en eller flere af følgende modeller:

#### *Rente*

- Regressionsmodeller med input fra økonomiske og finansielle data – herunder også Jyske Banks forventninger til disse (fx forventninger til vækst, inflation og pengepolitik).
- Rentekurveanalyse, herunder rentekurvehældning og kurvatur.
- Positionering, markedspsykologiske vurderinger, spilteoretisk scenarionalyse og mønstergenkendelsesteknik indgår i vurderingsmaterialet.
- Danske realkreditobligationer modelleres ud fra en egenudviklet model baseret på RIO (realkreditmodel udviklet af ScanRate) bestående af en stokastisk rentestrukturmodel til at estimere fremtidig renteutvikling, og en statistisk konverteringsmodel kalibreret til låntagernes historiske konverteringsadfærd. I udarbejdelsen af analyser lægges vægt på f.eks. den relative prisfastsættelse, udbud/efterspørgsel, debitorsammensætning og parametre fra Jyske Banks realkreditmodel.

#### *Valuta*

- Simpel regressionsmodel, hvor valutakrydset værdiansættes via variabler som f.eks. forskelle i realrenter, rentekurvehældning, kurvatur, råvarepriser og volatiliteter.
- Principal komponentanalyse-model, hvor valutakrydset værdiansættes via variabler som f.eks. forskelle i reale og nominelle swaprenter, rentekurvehældning og kurvatur.
- Jyske Markets økonomiske forventninger til vækst, inflation, pengepolitik indgår i modelvariabler.
- Positionering, markedspsykologiske vurderinger, spilteoretisk scenarionalyse og mønstergenkendelsesteknik indgår i vurderingsmaterialet.

### Anbefalingsbegreber

#### *Kursmål*

Kursmål afspejler den retning, som valutakursen forventes at bevæge sig i over en given horisont (retning og styrke). Kursmålet er et skøn for, hvor vi med overvejende sandsynlighed forventer at se valutakursen på den angivne horisont. Kursmålet bør derfor ikke betragtes som et præcist minimum eller maksimum for valutakursen i den pågældende periode.

#### *Renteprognoсе*

Renteprognosen afspejler den forventede retning for renter over en given horisont. Renteprognosen er et skøn for, hvor vi med overvejende sandsynlighed forventer at se renten på den angivne horisont. Renteprognosen bør derfor ikke betragtes som et præcist minimum eller maksimum for renten i den pågældende periode.

#### *Anbefalinger*

Den enkelte kunde bør i samarbejde med sin rådgiver altid forholde sig til den udvalgte anbefaling og strategi i forhold til kundens risikoprofil og formål.

### Opdatering af analysen

#### *Rente*

Renteprognosen laves månedligt med forskellige horisonter ud til to år.

Anbefalinger og strategier udsendes og opdateres på ad hoc basis.

#### *Valuta*

Kursmål med forskellige horisonter ud til et år fastsættes månedligt.

Anbefalinger og strategier udsendes og opdateres på ad hoc basis

### Risiko

Investering og handel med valuta og renter er behæftet med risiko, hvorfor vurderinger og evt. anbefalinger i denne analyse kan være forbundet med risiko. Se selve analysen for vurdering af evt. risici. Anførte risikofaktorer og/eller følsomhedsberegninger i analysen kan ikke ses som udtømmende.

### Afkast og kursudvikling

De i analysen vurderede fremtidige og historiske afkast er afkast før omkostninger og skattemæssige forhold, da afkast efter omkostninger og skattemæssige forhold, vil være individuelt afhængig af kunde-, opbevarings-, volumen-, markeds-, valuta- og produktspecifikke vilkår. Det er ikke givet, at et anført forventet fremtidigt afkast vil stemme overens med den faktiske udvikling. De anførte forventede, fremtidige afkast er udelukkende udtryk for vores bedste vurdering. Tidligere afkast og kursudvikling kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. Afkast og/eller kursudvikling kan blive negativ. Prognoser i analysen kan ikke med sikkerhed anvendes som en sikker indikator for fremtidige afkast.

Oplyste renter og kurser i materialet er enten seneste observerede i markedet jf. påførte tidsstempel. For realkreditobligationer henvises til BRF's hjemmeside [www.brf.dk/erhverv/kurser](http://www.brf.dk/erhverv/kurser). Det er vigtigt at understrege, at de oplyste renter og kurser ikke er handlebare for kunden.

### Risikomærkning

Grøn: En type af investeringsprodukt er i kategorien grøn, hvis risikoen for at tabe hele det investerede beløb må betragtes som meget lille, og produkttypen ikke er vanskelig at gennemskue.

Gul: En type af investeringsprodukt er i kategorien gul, hvis der er risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist, og produkttypen ikke er vanskelig at gennemskue.

Rød: En type af investeringsprodukt er i kategorien rød, hvis der er en risiko for at tabe mere end det investerede beløb, eller hvis produkttypen er vanskelig at gennemskue.

### Kompleksitet

For at et produkt kan betegnes som "Ikke-kompleks":

- Skal det kunne afhændes, indløses eller på anden måde realiseres til en offentligt tilgængelig kurs.
- Skal det ikke indebære en faktisk eller potentiel forpligtelse for kunden, som overstiger udgiften ved erhvervelsen.
- Skal prissætning fastsættes uden reference til andre værdipapirers priser, samt andre indekser og mål.
- Skal der findes let forståelige, offentligt tilgængelige oplysninger om produktets karakteristika.
- Må produktet ikke være et derivat.